

連載

21世紀にふさわしい経済学を求めて

第29回

桑垣豊

(NPO 法人市民学研究室・特任研究員)

【これまでの連載（掲載ページへのリンク）】

- [第1回](#) [第2回](#) [第3回](#) [第4回](#) [第5回](#) [第6回](#) [第7回](#) [第8回](#) [第9回](#)
- [第10回](#) [第11回](#) [第12回](#) [第13回](#) [第14回](#) [第15回](#) [第16回](#) [第17回](#) [第18回](#)
- [第19回](#) [第20回](#) [第21回](#) [第22回](#) [第23回](#) [第24回](#) [第25回](#) [第26回](#) [第27回](#)
- [第28回](#)

- 第1章 経済学はどのような学問であるべきか (第1回)
- 第2章 需給ギャップの経済学 保存則と因果律 (第2回と第3回)
- 第3章 需要不足の原因とその対策 (第4回と第5回)
- 第4章 供給不足の原因と対策 (第6回) 番外編 経済問答その1 (第6回と第7回)
- 第5章 金融と外国為替市場 (第8回と第9回)
- 第6章 物価変動と需給ギャップ (第10回)
- 第7章 市場メカニズム 基礎編 (第11回と第12回)
- 第8章 市場メカニズム 応用編 (第13回) 番外編 経済問答その2 (第13回と第14回)
- 第9章 労働と賃金 (第15回)
- 第10章 経済政策と制御理論 (第16回)
- 第11章 経済活動の起原 (第17回と第19回) 番外編 経済問答その3 (第18回)
- 第12章 需要不足の日本経済史 (第20回と第21回) 番外編 経済問題その4 (第22回)
- 第13章 産業関連分析 (第23回)
- 第14章 武器取引とマクロ経済 (第24回) 番外編 経済問答その5 (第25回)
- 第15章 植物進化に学ぶ (第26回)
- 番外編 解説&経済問答その6「株式市場」 (第27回)
- 番外編 解説&経済問答その7「資産選択理論への疑問」 (第28回)

番外編 解説&経済問答「資産運用立国？」 その8

株式市場について議論してきましたが、いよいよ株式市場に社会的存在意義があるかどうかを議論します。図表M6-2で、企業が株式市場から資金を調達する割合が1960年代なかばで激減して、その後回復しなかったことを示しました。また、ガルブレイスが株式市場の廃止を唱えたことは、たびたび紹介しました。今回は、企業にとって株主とは何なのかを問います。ひきつづき、解説と工藤さんの説明のセットで進めます。

論者

- 工藤 経済雑誌契約調査員 (32)
- 服部 業界新聞調査部係長 (48)
- 松本 ネットジャーナリスト (34)

日本取引所（旧東証）



●株主は企業の内部か

株主は民間企業にとって、内部ということになっている。それで、利益のうち一定割合を配当として受け取ることになる。株主は企業を所有しているという解釈もよくある。所有していても、具体的な経営は経営者がするので、直接従業員を指揮したりすることはできない。株主総会を通じて意見が言えたり議決したりする。その中で、経営陣の取締役を決めることもできる。ただし、これが普通の所有とは違うのはあきらかで、同じ所有ということばを使うべきかどうかとも疑いがある。

一方、20世紀の企業論として、「所有と経営の分離」ということばがある。株主と経営者は利害関係が一致しない。株主は配当と株価上昇を望むが、経営者は内部留保を確保して経営の余裕や自由度を高めたい。もちろん、役員報酬は多い方がいい。新古典派経済学では、株主も長期的観点から配当の最大化を図るので、利害が一致するという。また、内部留保もやがて株主のものとなるので、区別しないでいいというが、実態から大きく離れていると言わざるを得ない。

配当政策ということばがあるが、どのように配当する方針がいいかを考える。配当政策は、企業価値の最大化が目標であるというが、結局株価対策であることが多い。配当政策ということば自体が、株主を別の利害主体と見なしている証拠である。

一方、決まった金利で融資する銀行は外部と見なすことが多いが、財務状況を把握して、経営指導もするので、むしろ、内部に近い。株主も外部監査役が企業の実態を調べるが、銀行に比べると限界が大きい。1995年にすでに『行きづまるアメリカ資本主義』という本が出ていて、日本より株主の権利が強いアメリカでも監査で実態をつかむのは、ほぼ不可能であると述べている。

『行きづまるアメリカ資本主義』 脇山俊 NHKブックス756 1995年

【問答】

服部

30年前の本で、アメリカの企業監査の限界を指摘していたとは、驚きだな。

工藤

日本はこの後、企業の経営方式をアメリカ流に株主の発言権強化の方向に「改革」します。1990年代終わりの金融ビッグバンから2000年代の小泉改革にかけて、時価会計や持ち株会社解禁など様々な制度を変えました。

松本

それもこれも、外部から企業の実体を監査でくわしく調べることができる、というのが前提です。

工藤

「外部から」と言ってる時点で、株主は企業外部だという意識が働いていることがわかります。

服部

「所有と経営の分離は20世紀の特徴だ」と、高校の教科書で習った気がする。今は教えないのかな。

工藤

マルクス（1818-1883）も、出資者と経営者を資本家ということばで、ひとくくりにはしていません。

松本

マルクスは19世紀なので、所有と経営は分かれていなかったんじゃないか。

工藤

鉄道業、鉄鋼産業などは、多くの人や企業から出資を募るが一般化しつつありましたから、晩年は気が付いてもよかったです。法人とか企業・会社が独立の存在になりつつあったこと、そして、それが個人を圧迫するようになったことは、見逃せません。

服部

その点では、今の経済学も、個人（家計）ばかりをとりあげて論じている。

松本

新古典派経済学もケインズ経済学も、区別していない。

工藤

新古典派経済学が会社と株主は同じ利害関係にあるとして、ひとくくりにして考えます。生み出した付加価値（差益）は、労働者が資本のどちらかに分配するという前提です。だから、労働分配率、資本分配率だけを問題にします。しかも、資本所得はすべて出資者個人に分配するというのが建前です。

松本

新古典派でもそれでは現実を説明できないので、株主には利益の一部を配当金として払っていることは認めています。

工藤

それでも将来必ず出資者に支払うと仮定して、つじつまをあわせています。ちなみに、出資者には株主以外に、資金を貸して利子を受け取る債券もあります。

松本

だとすると、資金を貸出す銀行という巨大な法人も仮の姿か。無理があるなあ。

服部

その銀行の利益も個人の出資者にいずれ渡すという理屈だな。しかし、利益が法人の間をいつたり来たりして、いつになったら個人に届くのやら。

工藤

法人をプレイヤーとして認めないと、20世紀以後の経済は説明ができません。

服部

そうすると、配当金を「利益の分配」として考えるか、「資本調達コスト」と考えるかが問題になる。

松本

株主を身内だと考えると、利益の山分けになります。

工藤

法人を主体として認めないと、すべて配当しないといけなくなります。当面、設備投資をする予定の資金以外を持ってはいけない。ついでに言うと、新古典派経済学の建前では所得は全部使い切るはずで。賃金も配当金も。これはあまりに非現実的なので、そうは思っていないでしょう。

松本

でも、だれも貯蓄をしないことを前提にするから、需要不足は生じないことになっています。貯蓄を認めるなら、需要不足も認めないといけない。

服部

配当政策ということばがあって、その目的は「企業価値の最大化」だそうだけど、営利企業が「価値」なんてことばを使うのには、違和感がある。

工藤

実は「企業価値＝株価」なので、格好をつけてるだけじゃないかと思います。価値を価格の意味で使うこともあります。価格と違うところは、賃金の価格も含めるところだというのですが、あまり一般的ではありません。企業価値に賃金が入っているわけがないですし。

松本

最近、大企業の社長が「企業価値の最大化をめざして頑張ります」なんて言っているけど、「もっと株価が上がるようにします」と正直に言えばいいのに。

服部

そりゃあ、下品だと言われかねないから、いいことばを教えてくださいありがとうございます、てところじゃないか。

工藤

経営者として、会社の価値が株だけだと考えていることになりかねません。

そこで問題になるのが、株主は資金提供以外に、どこまで会社の経営に貢献しているかということです。企業監査に限界があるとすると、株主は会社のことを十分知るのはむずかしい。会社のことがよくわからないのに、経営に意見が言えるのか。

松本

当事者じゃないから、冷静な目で会社を見ることができる面もあるんじゃないか。

工藤

資金提供以外に貢献できることはありますが、身内として山分けするというほどではないと思います。松本さんの「当事者じゃないから」は、身内ではないという意味ですよ。

服部

企業統治論というのもあったな。企業価値と同じくらいの粉飾ぶりだけど。

工藤

知らない人が聞くと、企業の暴走をいかに食い止めるかを考えている、と思うかも知れませんが、環境への配慮も含むんじゃないか。でも、そんなことはなくて、株主が自分たちの思うように企業をいかに支配するかという話です。

松本

企業を社会的にコントロールする議論だと解釈してしまうと、ステークホルダー論と同じですね。労働者、消費者、地域社会、環境にも配慮するという。

工藤

営利法人と言えども企業・会社はどうあるべきかと、配当金の位置付けをどうするかは、関係があるということです。それでも、配当金は利益の分配なのか、コストなのか、とは別に、市場金利と配当率に大きな違いがあることが、金融市場を混乱させているのではないかという疑いがあります。

●不合理的市場仮説

そこで、株主を内部と仮定すると出てくる、株価に対する配当率を一定以上にするという配当政策を検討してみる。アメリカを中心として、この政策を実行して、日本の企業にもこれを要求している。その結果、問題がなければ、一定有効性があることになる。

例えば、配当率を市場金利よりも高く設定したとする。

- a) リスクを割り引いても配当率（配当÷株価時価）を市場金利よりも高くする
- ↓
- b) 株を買おうとする人・法人が増える
- ↓
- c) 株価が上がる⇔差益ねらいの投資家も株を買う
- ↓
- d) 株価に対する配当率が下がる（市場金利に近づく）
- ↓
- e) 株主総会で次期も配当率を維持しようとする
- ↓
- f) さらに株価が上がり続ける

a) → b) は、市場金利に対して配当率のほうが有利なので、株を買おうという人が増える。低金利政策は、設備投資などをしやすくするために行なうが、株高も誘導してしまう。社債などの市場金利と配当率は競合している。借りる企業からは、資金調達先として社債や銀行融資に比べると、株式は高くつくことになる。景気が悪くて設備投資需要がないときには、借りた資金が株のほうに流れる。株式市場は流通市場なので、過去に発行した株の配当率が高くても、株を発行した企業は払わないわけにはいかない。高値の株を回収するには、多額の資金が必要でそちらも高くつく。

d) で、株のほうが有利なので株の買い手が増えて株価が上がる。すると、株価に対する配当率は相対的に下がる。市場金利と配当率に「市場原理」によって裁定が働いて、株価を上げるわけである。配当率が市場金利と同じになるまで株価が上がるなら、そこで株価は安定する。しかし、配当金を支払って、その後株主総会を開いて、また同じ配当率を設定すると、また株価は上がり始める。配当率が市場金利と同じになる前に、配当があるとずっと配当率が市場金利よりも有利な状態が続くことになる。

株価が上がっても企業にとって直接得をするわけではないのに、配当だけが増えていく。配当率が同じでも、分母である株価が上がると配当金額は増える。「合理的市場仮説」によると、株価は企業の業績を正確に反影するそうなので、配当金が増えても負担できることになる。しかし、株価は業績だけでなく、配当率が市場金利よりも高いだけで上がって行くメカニズムがあるので、実体とはかけはなれた株価になる。「合理的市場仮説」が成り立つためには、配当率を市場金利なみにする必要がある。

株主を内部と仮定して利益の分配を図ると、株式市場は不合理なふるまいをするので、これは「不合理的市場仮説」と言えるのではないか。

配当を高くするのはリスクがあるから、という考えがある。しかし、以前の一部上場市場以上に、リスクの低い企業を集めたプライム市場には、大きな「リスクプレミアム」をつける合理的理由はない。市場金利よりも高い配当は裁定を生むというのは、新古典派経済学が基本にすえる市場原理である。そして、株が値上がりしていることを考慮すると、長期保有株主への配当率はもっとずっと高くなる。

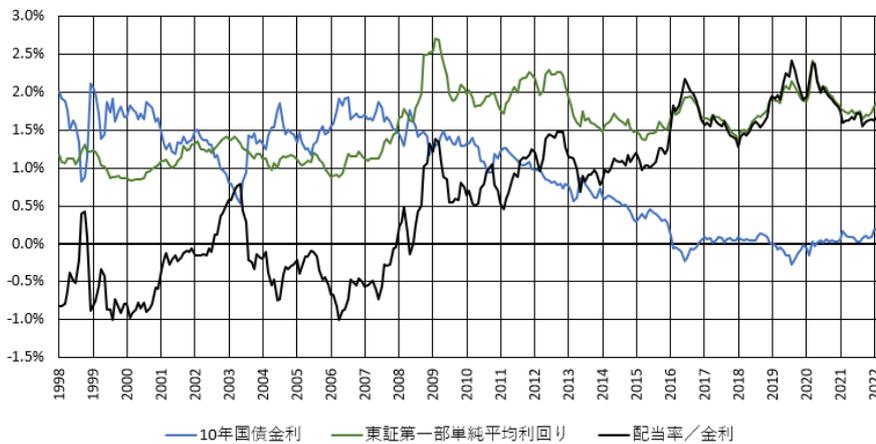
実体経済の成長率とインフレ率が下がっても配当率を維持することが、常時株価バブルを招いているとすると、安定成長期の高配当維持は、大口投資家を既得権益集団にしている。

金融市場で活躍するのが時代の最先端だということになっているが、実は過去の利権にしがみついているのではないか。

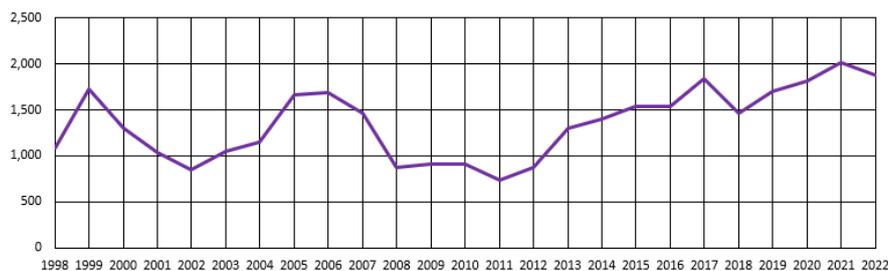
しかし、別の疑問がある。株主は、差益（キャピタルゲイン）をねらっていて、配当金をあてにしていないのではないかとということである。高配当が一定駆動力に成りつつ、差益を求める力が株価を押し上げているのも確かである。ミンスキーの不安定仮説の世界である。これも不合理的市場の構成要素である。

配当をあまり考えない理由として、年に数日の権利日に株を持っているかどうかだけで配当を受ける権利が決まるという制度的要因もある。情報技術が発達しているので、預金金利のように保有期間で案分することもできるはずである。これで、ミンスキーのいう不安定性は減るかも知れないが、配当と金利の裁定が解消できるわけではない。

金利と配当 日本



TOPIX



図表M8-1 金利と株価 配当／金利裁定 日本 毎月データ

実際のデータで確かめる。図表M8-1は、日本の配当率と金利を比べたものである。配当率を金利で割り引いて（引き算ではなく割り算で計算）、裁定（金利比）がどれくらいあるかを加えた。2008年に配当が金利を上回り出して、それがそのまま拡大している。これは大口の安定株主が持続的に大きな配当所得を得ているということである。それを株価と比べると、裁定の大きさとの関係は弱いから、裁定に対して株価が1年遅れくらいで、追随しているように見える。

【問答】

工藤

株式の配当率と、社債などの債券市場の金利は、同じ土俵にあるのではないかと。同じ土俵にあるのに配当率のほうが高いと、株式市場にばかり資金が流れ込んで株高を招く、という話です。

服部

株価が上がるのは、必ずしも悪いことではないんじゃないか。

工藤

実体をとまなっていればそうですが、株価だけが上がって行きます。一方、株を発行する会社のほうから見れば、配当というコストが高つくということなのです。

松本

株式市場が株価を上げることで、配当率と市場金利を同じ水準に持って行って安定させる。まさに市場原理です。

工藤

ところが、配当金を配り終わって、株主総会を開くと、そこでまた同じ配当率を約束します。それが市場金利を上回っていると、また株価上昇が続くというわけです。

服部

それが企業の実績と、必ずしも結び付いていないのが問題だということだな。

工藤

株主は身内なのかどうかという理論的な話とは別に、制度的要因で濡れ手に泡ということなのです。

松本

しかし、企業は余計な負担をどう考えているのかな。

工藤

そこで、株主は身内なので利益の分け前として高いわけではないという「理論」が登場するのです。資本主義だから、という説明がついて来ることもあります。

服部

資本主義だからと言って、投資家がむやみに儲かっていいという話じゃないだろう。

松本

理論で納得できる範囲ならいいですが、負担だと感じるくらいの規模になると、何とかしようとするじゃないですか。

工藤

そこで、自社株買いを考えるようになります。それが次のテーマです。

●縮小する株式市場

資金を調達する企業から見ると、銀行借入れや社債のほうが安くつくのも事実である。自社株買いは、株数が減って株高になるので投資家は歓迎している。データがなかなか集らないので具体的な規模がよくわからないが、自社株買いが世界的にかなりの規模で進んでいるようである。株価が上がるといっても、株式市場全体が狭くなるので、全体としては利益を得る機会は減っていく。自社株買いの後、株式を償却すれば株は株式市場からなくなり、株の時価総額も減る。償却しなくとも市場に出さなくなると、実質的には株式市場は縮小するが、株価が上がるので時価総額はあまり減らない。

先進国の民間法人が、内部留保を積み上げて、資金余剰主体になっている。その結果、市場の実質金利はさがっている。株式市場は高くつくので、縮小したほうが配当支払いが減ると考えている企業が増えている。その背景には、資本（生産設備）の生産性上昇がある。同じだけ生産するのに、資金が少なくてもすむということである。先進国では、需要はそれほど伸びないので、生産性の高まりがゆっくりでも、資金需要は増えない。減る可能性もある。資本の希少価値が減少すると、市場原理で金利は低下する。今は働いていない市場原理が働けば、配当も同様である。これを「資本主義の終わり」と言う人もいる。

ただし、その間、物価が上がっているので、名目金利は上がっている。それが議論を混乱させている。物価を考えないのは不合理であるが、生活を考えなくてもいい大口投資家は、物価を考えずに投資するので、物価を考えない相場が短期的に実現する。それを観察した研究者の中には、物価を考えなくても説明できるという理論をとる人がある。ケインズの美人投票の世界である。間違った理論でも短期的には成り立つので、検証できたと勘違いして、それをまたみんなが信じるという循環である。これは何かのきっかけで崩壊する。崩壊しても例外的現象だと言い張れば、理論は生き残る。

物価が上がると、今のところ物価と関係なく決まる配当率は実質的には直接下がる。しかし、今の経済学ではそう考えない。物価上昇抑制のために、公定金利を上げるので市場金利も上がる。金利が上がると配当率との差が減るので、資金が株式から債券に移動する、と考える。そこで、投資家や証券業界は、中央銀行に圧力をかけて、公定金利をあまり上げないように働きかける。

しかし、金利と関係なく物価の影響で、直接実質配当率（物価で割り引いた配当率）が下がっている。配当金は実質的には下がっている。物価上昇にもかかわらず名目金利をすえおくと、市場の実質金利（債券・預金）が物価上昇の分下がるので、債券や預金よりも株のほうが有利になる。また、株式購入資金を借りるときの金利負担も減る。それで株価も上がり、得をすることを考える。ただし、物価上昇に対する批判が高まると金利を上げざるを得なくなるので、そこがせめぎ合いだというのが、今の金融市場の物価の直接影響を無視した議論である。

債券や預貯金の市場金利や配当率を、物価に連動させればこのようなことはなくなる。中央銀行の裁量で、いかようにも市場金利を操作できるという幻想があると、政治的圧力や万能の経済政策であるという勘違いが生じる。さらに、配当率を市場金利にリスク分を上乗せした水準にすれば、市場金利と株式に裁定が生じなくなり、金融市場は安定する。

【問答】

工藤

自社株買いは、世界的に大規模に進んでいますが、これを株式市場の縮小だとして批判する人はほとんどいません。

松本

当面、株価が上がるから問題にならないだろう。

工藤

ただし、株価が上がって得をしたと思うのは、自社株買いに応じなかった場合です。

松本

じゃあ、自社株買いで株を売った人は得をしないかな。

工藤

自社株買いで大量に買い付けるわけですから、株価は上がります。だから、得をしたと思うでしょう。それに、株というのは、一部の人の間では、絶え間無く売り買いしているので、自社株買いに応じた人と、そうでない人の区別はつきにくい。

松本

そうしている内に、株式市場は全体とし縮んで行く。配当金の支払いも総額では減る。

工藤

自社株買いで、その分が時価総額から減って、株式の流通市場が小さくなるのですが、安定株主とか基幹投資家というのがいて、実は取引で流動性の高い部分は、もともとそれほど大きくないのです。逆にいうと、その一部の取引で株式市場全体の相場が変動するので、株式市場は大変不安定なのです。

服部

物価の影響のことも書いてあるけど、市場金利と配当率のアンバランスの上に、物価がからむとややこしいことになるね。

工藤

そうです。それらの影響や裁定をすべてならして、妙な裁定やご都合主義の金利政策をなくすというのが、ここでの提案です。

- 1) 市場金利にリスク分を加えて配当率を決める
- 2) 市場金利と配当率を物価と連動させる・・・物価を割り引いた実質を基本とする

もちろん、配当率には個々の企業の裁量の余地は必要です。また、新興企業はリスクが高いですから、それに見合った高配当は当然です。また、金融政策を機械的に物価に連動させれば、それでいいわけでもありません。しかし、標準的な金利や配当率を算出して、多くの人の間で共有することで、経済を安定させることができます。

服部

でも、逆に配当率が金利よりも低いこともあるから、必ずしも株式市場に不利になるばかりじゃない。

工藤

そういうことがないように、常時バブルを維持して来たわけです。株高だけど不況だと、インフレにならないので金利は上がりません。つまり、株高は実体経済の不況とセットになっていたのです。アメリカは金融危機のとき以外は、不況じゃないというかも知れませんが、でも、賃金はあまり上がらなかったんですから、本当は不況です。株高が錯覚を起こしていました。

資産の流通市場ということでは、土地や黄金も経済の実体とはなれて時価総額が膨らむ危険性があります。そして、ときにはチューリップの球根でも、タマゴッチでも。

松本

それと、変な裁定が働かなくなると、この間話題にした外国為替相場も安定化できます。

服部

取引が増えると、手数料収入で利益が上がる証券業界としては、不安定なほうが望ましい。金融危機は困るけど。

工藤

申し訳ないけど、不安定になればなるほど、われわれ経済ジャーナリストも儲かってきたわけです。だけど、そこは考え直さないといけない。

●資産運用は年金に勝てない

老後も現役と同じ生活をするのに、2000万円の貯蓄が必要であると政府が発表し、その対策として「資産運用立国」という政策を打ち出した。老後も現役と同じ生活をするのは、要求水準が高すぎて一部の金持ちにしか不可能である。もちろん、現役のときに貯蓄を大幅に増やせば、支出は減り現役の水準が下がるので、老後も同じ水準で生活できる。そういう想定をしていれば、2000万円などという数字は出てこない。

「資産運用立国」とは、自分で所得が足りない部分を資産の運用でまかなえということである。しかし、所得で足りない部分を得るということは、マクロに考えると他人と取り合いをするということで、国の政策として成り立たない。2000万円の貯蓄が足りないという認識には、年金では不足するという意味がある。その年金を年金基金で資産運用しているのであるから、個人が頑

張って運用すると年金基金と競合することにもなる。これも取り合いて全体の解決にはならない。民間法人の運用と競合するのも同じである。

唯一競合しないのが、外国から奪うことである。これは、日本が民間法人で成功していることで、それを個人もするとなると、世界的金融経済戦争に参戦することになる。アメリカの日本に対する金融自由化も、日本からいかに運用利益を得やすくするかを考えてのことである。すでに韓国や中国、途上国などは、欧米先進国に運用益を流出させている。

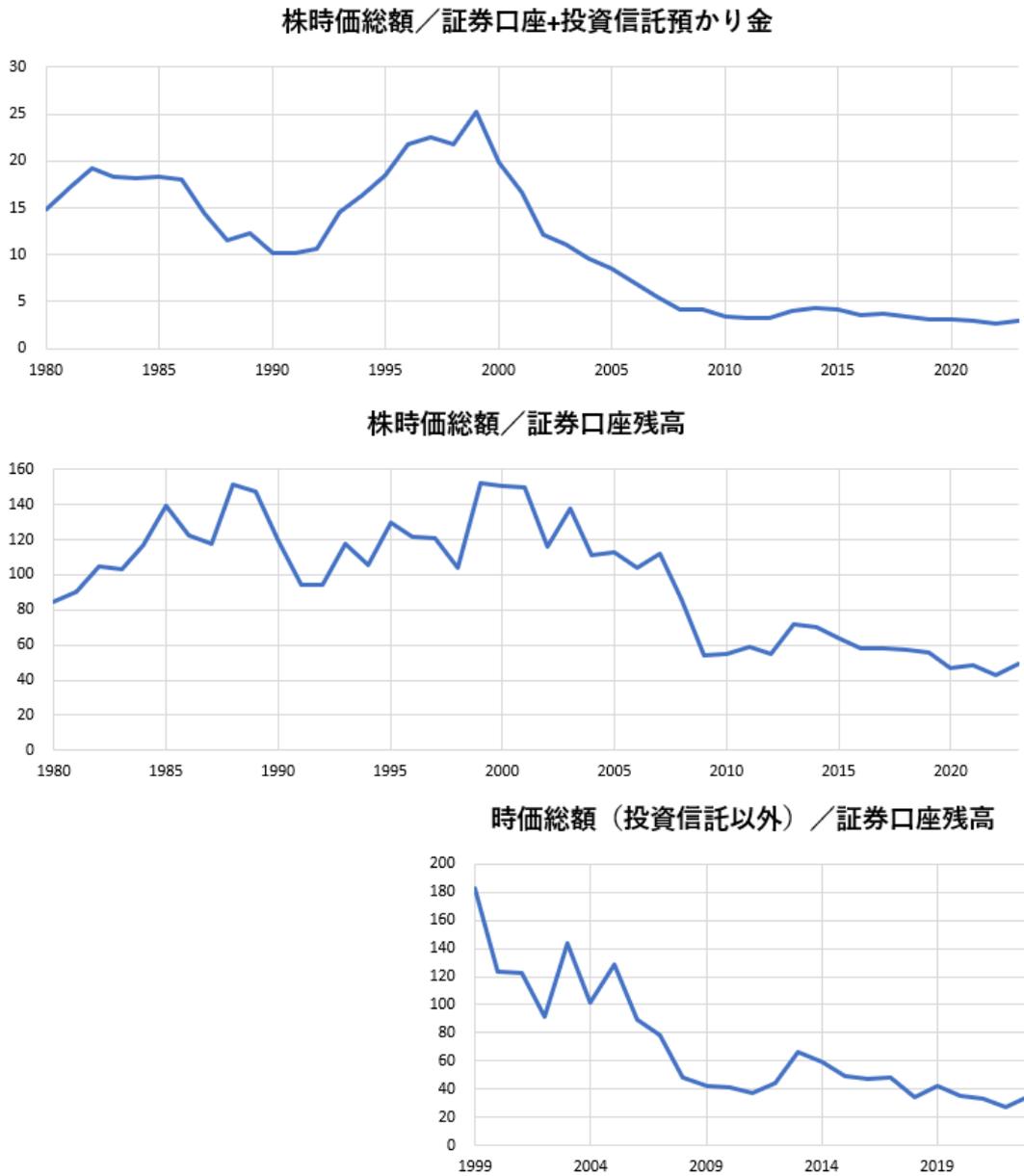
個人の株式投資を促進するために、政府はNISAという制度を設けた。これは、マクロに見ると、よくても取り合い、悪くてプロの投資家のカモになるということである。ミクロには成功する人がいるので、そういう話だけを流布すれば、全体の印象がつかれる。そして、成功した人が配当や株価値上がり益を政策として有効な規模で消費に回せば、株価は下がる。あまり消費しない金持ちや企業は、運用益の多くを株に再投資する。今のところそういう株主が多いから、株価高が持続しているにすぎない。

資産運用の話が出てきたので、証券口座の説明をする。株の取引をしようと証券会社に申し込むと、証券口座を開設することになる。銀行口座から証券口座に資金を振り替えて、その資金で株の取引をする。投資信託の場合、「投資信託預かり金」という形で資金を預けて、証券会社などに運用を委託する。図表M8-2は、株式の時価総額と証券口座残高を比べたグラフである。

分母に投資信託預かり金を含む上の図では、バブル期にむしろ総額が減っているのが印象的である。預かり金を含まない真ん中の図と比べると、バブル期には投資信託が激増していたことがわかる。プロの運用が株価高／バブル景気を生んでいた可能性がある。下の図は、分母分子ともに投資信託を含んでいない。上の図と比べると、2004年前後に倍率が上がっていて、投資信託以外でアメリカのリーマンショック直前のバブル経済に連動しているように見える。全体的に3つのグラフは同傾向で、21世紀は全体に下がり続けている。2回前の連載の図表M6-6でわかるように、リーマンショックで一時落ち込みながらも時価総額が増え続けているのと対照的である。これは多くの人が証券口座に資金を預けるようになったことの反映であろう。その割りに運用実績が上がっていないとも言える。

なお、証券口座残高は、日本銀行のサイトの「資金循環統計」（残高）に載っているが、巨大な表でどこに載っているかわかりにくい。証券口座は、証券会社の負債として内訳形式で載せている。ちなみに証券口座残高は、家計の資産では現金・預貯金に含めているが、貨幣供給量（マネーストック）には含まないので、注意が必要である。

図表M8-2 証券口座残高と株式の時価総額 単位：倍率



証券口座残高：日本銀行「資金循環統計」より

【問答】

服部

今度は、日本政府が公的年金だけでは足りない老後の資金を、資産運用で個人的に補ってほしい。資産運用については、その差益や配当に優遇税制をもうける。というものです。

しかし、工藤さん、そんなことが可能ですか。

工藤

何十人に一人は、それでまかなえるかも知れません。でも、多くの方が資産運用で成功するのは、おもしろいのではなく、原理的に不可能です。

松本

どうということですか。

工藤

それを説明する前に、老後も現役と同じ生活を維持するには、1世帯で2000万円の蓄えが必要だと報告を検討してみましょう。

服部

そうそう、そうすると1年で今までよりも100万円も多く貯金（預貯金／民間の年金なども含む）しないといけないけど、到底できるわけがない。

工藤

まず、老後も働いているときと同じ生活をしたいと思う人は、あまりいないということです。そんなぜいたくな状態を想定するから、100万円貯金なんて数字が出てくる。

松本

それでも、これを聞いて、本気にした人は多いんじゃないかな。

工藤

深読みかも知れませんが、意図的に誤読させて、質問されたら「高めの設定です。ちゃんと書いてあるでしょ」と答るつもりかも知れません。もう一つ、落とし穴があります。

松本

何でしょう。

工藤

例えば、年収400万円で50万円貯金がある人が、150万円に増やしたとします。今から20年で年金生活になるとして、それからまた20年で寿命を迎えるとします。年収400万円で50万円貯金ということは、350万円の暮らしをしていることになります。それが150万円の貯金になると、250万円の暮らしになります。すると、老後に必要な資金も現役時代の生活レベルが100万円減るので、2000万円の貯金はいらなくなります。

松本

何かトリックに引っ掛かった気がするな。同じ設定でちゃんと計算すると2000万円はいくらに減りますか。

工藤

1000万円に減ります。貯金は年150万円から100万円に減らしても足ります。この貯金を増やす時期と、老後の時期の年数が変わると計算も違ってきますけど、基本的に同じです。でも、ま

だ落とし穴があります。

松本

えっ。

工藤

1世帯当たりの支出が年間で50万円減ると景気が悪くなって、年収が減ります。そうすると生活レベルが落ちて、一方で年収も減ります。それで、国の所得税収入も減って公的年金への補助額が減るでしょう。そうすると貯金をもっとしないといけない。だけど、またその分、景気が悪くなる。

服部

要するに、1世帯で50万円も支出を減らしたら大不況になるから、すべての前提が変わってしまう。そこまで考えて、2000万円の貯蓄なんて数字を出したわけじゃない。

工藤

さすが、服部さん、よくわかりで。年金が危なくなって来たので、あてにするなというメッセージ、いや、脅しです。

服部

落とし所は、NISAというところか。NISAにも2000万円の脅しと共通のからくりがありそうだな。

工藤

NISAは個人の投資優遇税制ですが、その前提にある「投資で稼いで年金を補え」が成り立つかどうかです。ただ、貯金をするだけだと景気が悪くなるので、運用して増やしたらいいという理屈です。そうすると2000万円の貯蓄が結果的に達成できる。

松本

多くの人が投資の能力を身につけるのは無理じゃないか、という意見をよく聞きます。

工藤

それは例えば、高校生が100m走でクラス全員がんばれば15秒をきれるかどうか、ということならむしろかしくても実現可能かも知れません。だけど、1クラス40人が全員10位以内になれるかというところと絶対不可能です。

服部

経済は複雑で大きいから何とかかなりそうだというのが、くせ者だな。

工藤

そうです。実は全員が投資で貯蓄目標を達成できる場合があるんですが、それは実体経済が十

分成長したときです。あるいは外国から富を奪う場合です。

松本

でも、そのときは年金会計も十分資金が確保できて、資産運用立国なんて言う必要もない。

工藤

必要ないときに達成できて、必要なときは不可能。外国から奪えば、金融植民地主義。「からくり」を説明します。

実体経済に成長が認められないので、資金運用で実体経済以上に稼ぐということは、お互いに富を奪い合うということです。だから、全体としては増えない。

服部

しかし、株価が上がると株主全員の資産が増えるから、可能じゃないか。

工藤

仮に株高が続いて、GDPの成長率をはるかに超えた株高が実現したとします。そこで、退職したり、自営業を引退したりして、株を売って生活費を補うことにします。生活費にあてる人が増えはじめて、1、2年は株価への影響は少ないでしょう。年金を支えるほどの効果をねらっているのですから、やがて売りの規模が無視できなくなって株価は下がります。不安になった人々は次々と株を売りだして、株価は急落します。

松本

つまり、早い者勝ちということか。

工藤

早く年金生活に入る人には恩恵があって、あとから続く若者には恩恵がないのですから、将来世代の年金の不安を解消することはできません。これを別の面から見てみましょう。

実体経済がふるわないということは、老後に手に入れたい現物やサービスの生産能力が足りないということです。そういう中で、金融で数字のつじつまを合わせても、ない物はない。

服部

そこが今の経済学の盲点だね。金勘定だけ成り立つように見えても、実体の裏付けがないと、うまくいかない。

工藤

結局、物資やサービスの不足で物価が上がって手に入らなくなるでしょう。そこで、別の理由をつけて物価高を説明するようだと、経済学者の信用は地に落ちます。

服部

いやいや、今までも経済学者はいろんな理屈をこねて、自分たちの理論を守って来たんだから、なんとか切り抜けるんじゃないか。

工藤

おそらく、大勢の人が信託投資を含めて株式投資に向かって、株を売って生活費に当て出したとたんに株が暴落するなんてことは起きないでしょう。それは資金力がないと、株式投資で大きく儲けることはできないからです。

松本

でも、昔に比べて少額投資ができるようになって、NISAで税金も免除されます。

工藤

そこは改善したというか、誘い水を用意したので、解消しました。

松本

じゃあ、分母の投資額が大きくなると、分子である利益も大きくなるということですか。

工藤

それもあります。そこで、借金して株取引をする方法があります。証拠金取引です。例えば、日経225先物の場合は、預けた証拠金の12倍まで借りることができます。うまく行けば大きな利益が得られますが、損失が一定以上になればそこで取引は打ち切りとなります。資金力があれば借金しないで取引をして、利益が出るまで時間をかけることができます。

松本

そうか、それだと証拠金取引で利益を上げる確率は、そうでない場合と比べて低くなる。「だれかの損失はだれかの利益」が株の世界だとすると、確率的だとは言えお金をもっていない投資家はカモにされているのかも知れない。証拠金取引だと、損失が出ると預けた資金の何倍にもなる。

工藤

それから前回説明したように、企業が株式を上場したり増資しないと株は増えません。だから大勢が参加しても値が上がるだけなので、株が増えるわけではありません。株価高だけだと、今説明したように早いもの勝ちで得をするだけです。しかし、年金のために企業に増資してほしいと言っても、資金需要がないのに増資するわけがありません。

●配当は賃金に負ける

ある企業を考えてみる。この企業は、全株式を従業員がすべて持っているとする。賃金を上げる計画があるとする。それを実行するか、しないか、でどう違うかを比べてみる。

賃金を上げなければ、その額が利益の増額になる。配当は利益の一部にすぎないので、配当で賃上げの代わりにするのは原則として一部である。従業員が全株式を持っているのは非現実的だとして、ほかの会社の株の配当が手に入るので、賃上げ分がすべて補えるとする。すると、その

ほかの会社の株主はその分配当が減ってしまう。結局、取り合いです。現実には、従業員以外にも株主はいて、そちらの配当額のほうがずっと多い。個々の従業員の中には、賃上げしなかった分をすべて補える人がいるかも知れないが、そうやって頑張った分だけ、だれかの配当が減っている。

では、株価が上がったらどうであろうか。今度も、従業員が全株式を持っている場合から考える。株価が上がるには、従業員のだれかがだれかに、株を売らないといけない。だれかが株価が上がった株を売って、だれかがそれを買う。売り買いしていない人の分も株価が上がって、株を持っている従業員は全員得するようになる。しかし、多くの従業員が株を売って何かを買おうとすると、株価が下がる。会社の外に株主がいて、その株主が株を買って株高にしてくれれば、従業員は全体として得をすることができる。しかし、これも取り合いです。全体として見れば、賃上げに勝てない。

実体経済が成長すればそれも可能に見えるが、経済が成長するときこそ賃上げに期待したほうがいい。

【問答】

松本

賃金と配当の関係だけでなく、ここまでの話全体に通用する、個人個人と社会全体の関係がよくわかりました。

工藤

大きく言うと、経済のミクロの主体とマクロ経済全体との関係が、如実に表れています。一国の経済全体が株式市場で配当や差益で儲けようと思うと、外国から奪うしかありません。欧米の投資家は、全世界から金融の力で資金を集めています。

服部

日本もその金融戦争に参戦することになる。

工藤

すでに参戦しているのですが、庶民もNISAの支援で参戦することを促されているわけです。現に日本政府の資産運用立国政策が始まって、庶民が運用先に外国株を選ぶことが多いようです。直接、外国株を買っている意識がなくても、信託投資というセットでお任せ運用している場合、外国株を含んでいるものもたくさんあります。

松本

国民総株主化作戦で、賃金安を株高でごまかそうとしているのか。多くの人が株高政策を支持して、結局大口投資家が得をするしくみか。

工藤

賃金のほうがというか、実体経済のほうが大事だということです。金融は実体経済を支えるものであって、必要以上に肥大化すると、実体経済を脅かしかねません。

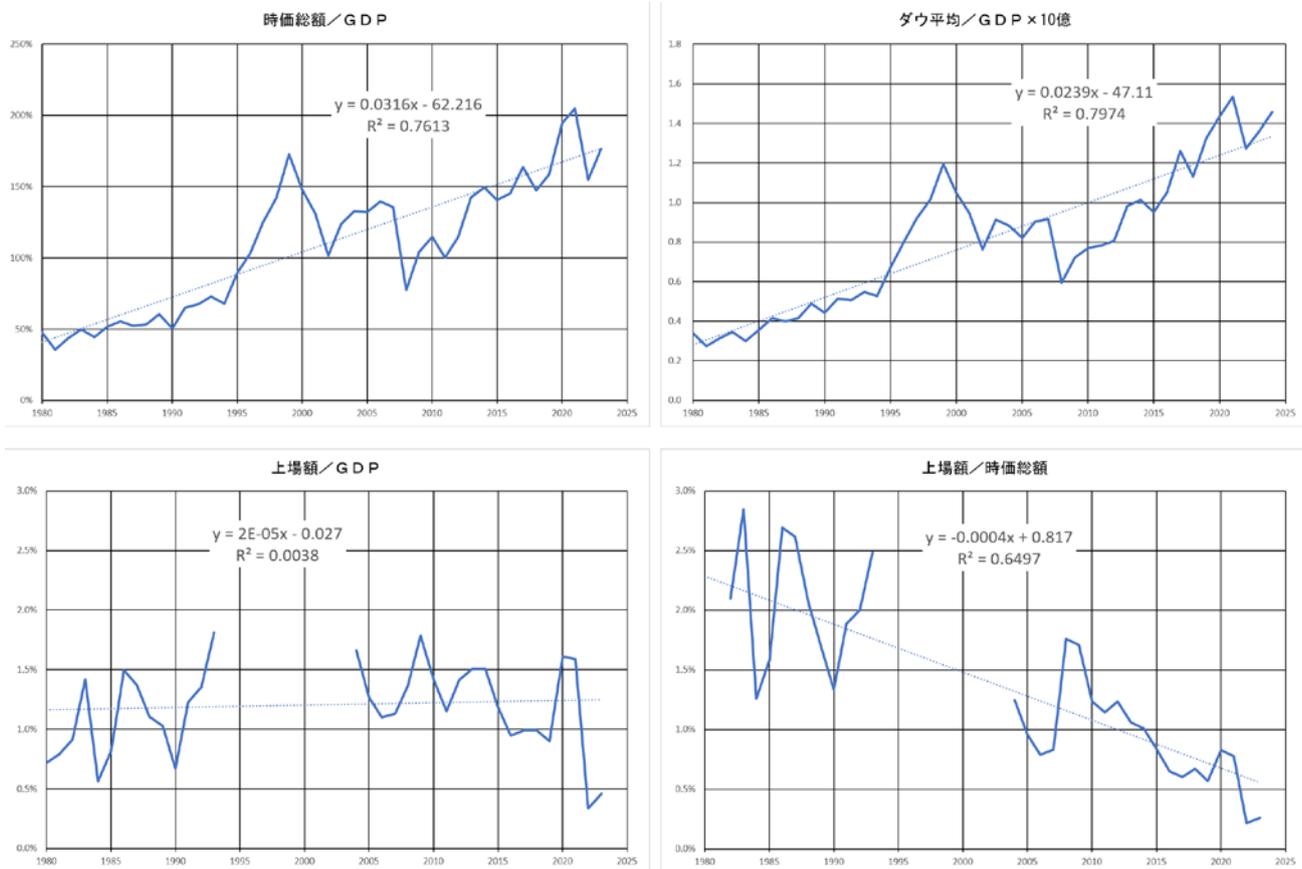
●株式市場の存在意義は

それでは、発行市場も含めた株式市場の役割とは何であろうか。上場が盛んな時期は、株高が増資をしやすくするが、先進国ではその時期（高度成長）は終わった。むしろ、株安が買収の危機を招くとすると、防衛的株価対策が必要になる。

図表M8-3は、アメリカの株式の時価総額とGDPを比べたグラフである。左上のGDPに対する時価総額は上がり続けているが、右のグラフの株価（ダウ平均）と並行している。下の図の上場額の割合は一定なので、アメリカも、アメリカこそ時価総額を押し上げているのは株価である。右下の図は、上場額を時価総額で割ったものであるが下がり続けている。図表M8-4は、図表M6-2と同じグラフであるが、日本も同じ傾向で、株式市場本来の資金調達機能は弱まっている。なお、アメリカの株式上場（新規+増資）額は、ここ20年の新しいものしか見つからなかった。1980年代のデータは、『図説 アメリカの証券市場（各年版）』から拾い集めたデータである。1990年代前後はいろいろ検索しても見当たらなかった。

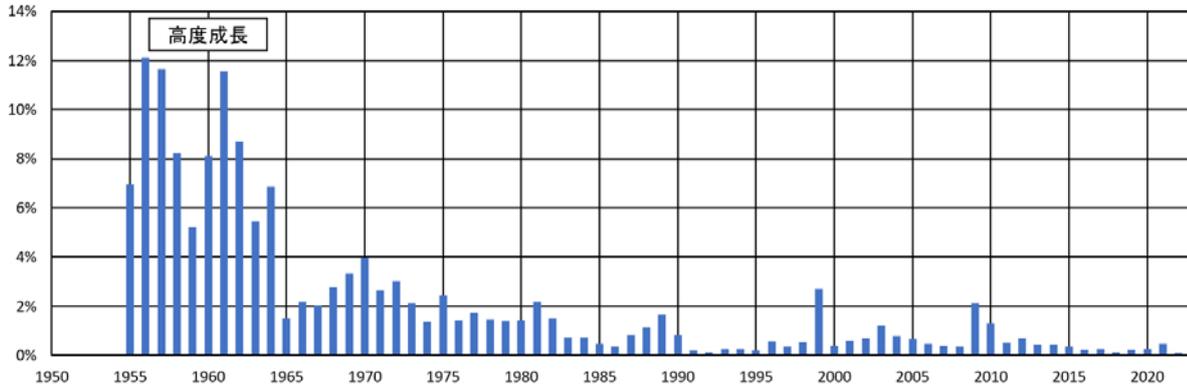
この本の2025年版によると、アメリカで上場割合が減り出したのは、1960年代後半くらいだそうなので日本と同じ時期である。以前述べたガルブレイスの株式市場廃止論より、10年遅いことになるが、ガルブレイスはその兆しをいち早く見つけていたのであろう。

図表M8-3 アメリカの株式の時価総額とGDP



資料：SIFMA／『図説 アメリカの証券市場』などから

図表M8-4 日本の株式の時価総額にしめる上場額の割合
株式上場調達率



企業の情報公開は、株式公開のおかげであるという面がある。しかし、株主だけでなく、環境影響、労働者、立地自治体、消費者に対しても、もっと情報を公開すべきである。

株価がマクロ経済を不安定にする面があるが、それを抑制するどころが規制緩和を進めて、いよいよ不安定化するようになってしまった。

株の流通市場の役割には、値付けの機能があり、株を担保にするのに役立つという。それなら、もっと安定的な制度設計が必要であろう。株が様々なインデックスにもなっているが、同様である。

かつての日本の株式市場は、額面に固定した配当で低水準が問題になっていた。しかし、市場金利に連動させるほうがマクロ経済が安定するとすれば、それなりに合理的であったことになる。しかも、株主のかなりの割合が金融機関であるなど銀行融資に近い面があった。

将来の株式市場はどうあるべきであろうか。有限責任の株式会社制度自体は必要であろう。上場市場は、資金調達のために必要である。流通市場をどうするかが課題である。手数料を高くして、売買単位も大きくして、素人が手を出せないようにする。配当率も市場金利からあまり遊離しないようにする。昔の日本の株式市場のようである。おもしろくなるが、社会は安定する。配当政策を述べたある本に、株主が企業の持ち主であるというルールを前提にした方がおもしろい議論ができる、と書いてあった。おもしろい議論をするために、実体経済がふりまわされては困る。

22世紀の株式市場は、素人が手を出せないようにした上で、株高にして幻想の資産を株式市場の中だけでまわして、金持ちを満足させる装置になるのかも知れない。余剰資金をもてあました資産家と法人の公営ギャンブルである。

ガルブレイスは、70年前に株式市場廃止論を唱えている。共感できる点多々あるが、廃止しないで、相場が安定する制度設計をしたほうが良いと筆者は考える。

【問答】

工藤

最後に、株高が発行元の企業にとってよいことかを考えてみます。買収の危険性から守るために株高を維持しないという、後ろ向きの意義があることはすでにこの連載で指摘していることですが、もう一つあります。

松本

何でしょう。

工藤

株主に振り回されたり買収されたりしないために買い戻すときに、株価が上がった分がそのまま負債になっている事に気が付きます。返さなくてもいい債務＝株なんですが、買い戻しという形で返済せざるを得なくこともあるのです。これは自社株買いですが、利子以上に株価が上がるのが普通なので、結局銀行借りたほうがよかったかも知れない。それに利子より高い配当も払続けて来た。

服部

増資の時代は株高が有利だが、資金需要が終わるとお荷物になる。今も成長している一部の企業は例外かも知れないが。

工藤

銀行との役割を見直すべき時期が来ていると思います。それに信用創造できるのは銀行だけですから、銀行の役割は終わりだ、なんてことには成りません。

【参考文献】

「マネーストック統計の解説」日本銀行調査統計局 2023年6月

「資金循環統計の解説」日本銀行調査統計局 日本銀行 2023年

『図説 アメリカの証券市場 2025年版』日本証券経済研究所編 日本証券経済研究所
同上 2019年版など各年版

「2024 Capital Markets Fact Book」SIFMA July 2024

同上 各年版

「「資産運用立国」に付きまとう違和感の正体」野村明弘 週刊東洋経済2024.7.6 2024年

『行きづまるアメリカ資本主義』脇山俊 NHKブックス756 1995年

『ゆたかな社会 決定版』ガルブレイス,J.K. 著、鈴木哲太郎訳 岩波現代文庫 2006年

【参照サイト】

日本銀行 統計 <https://www.boj.or.jp/statistics/index.htm/>

日本取引所（旧東証） <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/index.html>

投資信託協会 <https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/index.html>

SIFMA Securities Industry and Financial Markets Association 米国証券業金融市場協会
<https://www.sifma.org/>

World Federation of Exchange <https://www.world-exchanges.org/>

◆予告

ようやく金融の話を終えました。次回は、「江戸時代の経済政策」「統計学と経済学の関係」などを候補にしています。